

学校编码: 10384

学号: 17620081151385

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

UDC \_\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

财务灵活性对公司资本结构决策影响的  
实证研究

The Empirical Research on the Impact of Financial  
Flexibility on Capital Structure Decisions

黄 丽 丽

指导教师姓名: 王志强教授

专 业 名 称: 财 务 学

论文提交日期: 2011 年 4 月

论文答辩时间: 2011 年 6 月

学位授予日期: 2011 年 6 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2011 年 4 月

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为国家自然科学基金资助项目:“资本结构调整成本、调整速度及其动态权衡过程研究(项目编号:70972111)”的阶段性科研成果之一。

声明人(签名):

年 月 日

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（        ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于        年        月        日解密，解密后适用上述授权。

（        ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年        月        日

厦门大学博硕士论文摘要库

## 摘要

Graham 和 Harvey(2001)对 392 家公司 CFO 的一项调查研究表明,财务灵活性是公司决定资本结构政策时考虑的最重要的因素。而传统的资本结构理论在实证检验方面存在着许多未能解释的现象,促使众多学者仍在不断探索影响公司资本结构的其他原因。

本文在权衡理论与优序融资理论等传统资本结构理论的框架下,以理论与其实证检验的不一致为出发点,试图探索研究财务灵活性对公司资本结构决策的影响。文章以中国上市公司 1998-2009 年的数据为样本,以现金的边际价值作为财务灵活性的边际价值的替代变量,研究财务灵活性对公司的资本结构决策及融资渠道选择是否存在显著影响。

研究显示:(1)当在预测资本结构的模型中引入财务灵活性边际价值变量时,其影响系数显著为负。财务灵活性边际价值越高的公司,其负债率越低;(2)在融资渠道的选择上,财务灵活性边际价值越高的公司,其在当期举借过渡性负债的概率越低,而将这种举债能力保留在下期使用;(3)财务灵活性边际价值越高的公司,在需要融资时,会倾向于通过发行权益来融资。因此本文研究结果表明,财务灵活性是影响中国上市公司资本结构决策的重要因素。

本文的创新之处在于通过量化财务灵活性指标,结合中国上市公司数据,将其引入预测公司资本结构的模型中,以此来衡量财务灵活性对资本结构的影响。该研究不仅将理论和实务中的公司行为结合起来,而且量化了财务灵活性指标,能够更好地刻画和理解财务灵活性对公司资本结构决策的影响。文章不足在于对于财务灵活性指标的度量仍是较为粗糙的方法,是以后亟需完善的部分。

**关键词:** 财务灵活性; 过渡性负债; 融资决策

## Abstract

The survey of CFOs in Graham&Harvey(2001) showed the evidence that financial flexibility is of first-order importance when making capital structure decisions. While the tradition capital structure theories fail to explain some real world capital structure decisions, much more researches are going on to find out other explanations.

Based on the static trade-off theory and the pecking order theory, this paper tries to explore the impact of financial flexibility on capital structure decisions on a sample of publically traded Chinese firms from 1998 to 2009. Using the marginal value of cash as proxy for the marginal value of financial flexibility ,this paper studys whether financial flexibility has impact on capital structure decisions and how to affect the financing choices.

The study shows that: (1)the coefficient of the marginal value of financial flexibility is statistically negative when it is added into the traditional prediction model, that is to say, the higher the marginal value of financial flexibility, the lower the debt ratio; (2)when the marginal value of financial flexibility is higher ,the firm will be more likely to preserve debt capacity in the current period but to embark on intentional, but temporary transitory debt in the near future;(3)firms which have a high marginal value of financial flexibility are prone to financing through the equity market to preserve debt capacity when they need to raise money . Overall, this paper suggests that financial flexibility is indeed an important factor that impact the empirical capital structure decisions.

The contribution of this paper is that through quantization the variable of financial flexibility and utilizing China capital market data, we can measure the impact of financial flexibility on capital structure decision. This study can not only link theory with practice, but also have better understanding on this impact above. The limitation of this paper is due to the method of quantization and this is the direction of further effort.

**Keywords :** Financial Flexibility; Transitory Debt; Financing Decision

# 目 录

引言.....	1
一、研究动机与意义 .....	1
二、研究思路与框架 .....	2
三、本文的创新与贡献 .....	3
第一章 文献回顾 .....	4
第一节 资本结构理论概述 .....	4
第二节 资本结构理论所面临的挑战 .....	6
第三节 财务灵活性的提出 .....	9
第二章 研究设计 .....	17
第一节 理论分析与研究假设 .....	17
第二节 研究步骤 .....	18
第三节 样本的选择 .....	18
第四节 研究变量的定义与度量方法 .....	19
第五节 研究模型的构建 .....	23
第三章 实证检验与分析 .....	28
第一节 样本描述性统计 .....	28
第二节 预测现金的边际价值 .....	29
第三节 财务灵活性与公司资本结构 .....	31
第四节 财务灵活性与公司的融资 .....	34
第五节 稳健性检验 .....	38
第四章 结论与讨论 .....	40
第一节 结论 .....	40
第二节 本文的不足与后续研究方向 .....	41
[参考文献] .....	42
致谢.....	46

# Contents

<b>Introduction.....</b>	<b>1</b>
Section 1 Research Motivation and Significance .....	1
Section 2 Research Method and Framework .....	2
Section 3 Inovations and Contributions .....	3
<b>Chapter 1 Literature Review .....</b>	<b>4</b>
Section 1 Review of Capital Structure Theories.....	4
Section 2 Challegen of Capital Structure Theories .....	6
Section 3 Financial Flexibility View .....	9
<b>Chapter 2 Research Design .....</b>	<b>17</b>
Section 1 Theoretical Analysis and Hypothesis .....	17
Section 2 Research Procedure .....	18
Section 3 Sample Selection.....	18
Section 4 Variable Defination and Measurement.....	19
Section 5 Research Model .....	23
<b>Chapter 3 Empirical Results and Analysis.....</b>	<b>28</b>
Section 1 Descriptive Statistics Results .....	28
Section 2 Measuring the Marginal Value of Cash .....	29
Section 3 Financial Flexibility and Capital Structure .....	31
Section 4 Financial Flexibility and Financing .....	34
Section 5 Robustness Test.....	38
<b>Chapter 4 Conclusions and Discussions .....</b>	<b>40</b>
Section 1 Conclusions .....	40
Section 2 Limitations and Directions of Further Research .....	41
<b>Reference .....</b>	<b>42</b>
<b>Acknowledgement .....</b>	<b>46</b>



## 引言

### 一、研究动机与意义

理论界和实务界一直都在追寻如何能使公司价值或者股东价值最大化。而公司的价值来源于两个方面，一是来自股东的投入，即股东投资产生的价值，另一方面则来自于负债，即公司通过举债进行投资产生的价值。因此在研究如何使得公司的价值最大化时，负债是一个不可或缺的因素。负债程度的高低究竟会如何影响公司的价值一直是众多学者的研究焦点，并对此展开了一系列的探索研究。在财务学理论中，将负债占资产的比重称为公司的资本结构。虽然国内外学者对资本结构已经展开了较多的研究，也产生了丰硕的成果，但是公司应该采用怎样的资本结构政策，究竟应该多负债还是少负债，至今还未得到统一的定论。不同的研究对于这些问题有着不同的答案与解释，因而得到了资本结构理论中众多的理论派系。静态权衡理论在综合考虑负债融资的成本和收益基础上，认为公司存在一个最优的目标资本结构，公司的融资目标就是保持资本结构不偏离该目标值，以使得融资成本最小化。当偏离该目标值时，会产生较大的成本，因此公司会迅速向目标值靠拢。优序融资理论则是基于信息不对称考虑认为公司存在一个最优的融资次序。动态资本结构理论在静态权衡理论的基础上，认为由于调整成本的存在，公司的资本结构不能迅速地调整到其目标值，而是一个逐步调整的动态过程。此外，动态资本结构理论还认为公司的目标资本结构并不是一个固定的值，而是一个区间。除以上理论外，还有学者提出了资本结构的市场择机理论和惰性理论等，试图对实践中公司的举债行为进行解释。虽然已经提出了这些理论，但是迄今为止，没有一个理论能够解释所有的资本结构问题，一个理论的提出总是伴随着另一些理论的驳斥以及一些无法解释的现象。现有的资本结构理论仍无法囊括在一个统一的体系中，学者们仍然在探索是否还存在着被现有理论所遗漏的变量。

由于现有理论在实证检验方面还存在着许多无法解释的现象，这促使众多学者仍在不断积极探索新的理论解释。而 Graham 和 Harvey(2001)<sup>[1]</sup>从实务界的角度出发，通过对众多公司的 CFO 进行调查，发现在进行资本结构决策时，他们

会首先考虑财务灵活性因素的影响。正是由于这两方面的原因，学者们开始研究财务灵活性对公司资本结构决策的影响。财务灵活性是指公司为应对未来可能会发生的偶然事项而提前保留一定的闲置资金和举债的能力。建立财务灵活性对公司来说既有收益也有成本，收益包括公司不会由于资金短缺而错失一些投资机会，能更好地应对紧急或者偶然事项的发生，在需要资金时能够以较低的成本获得融资等；而成本则包括长期采用低负债不能获得负债抵税的收益，持有较多的现金存在较高的代理成本以及无法保持目标资本结构而负担较高的长期资本成本等。因此有学者认为，应该将财务灵活性的收益和成本加入权衡理论的模型中来确定公司的资本结构。此外，也有许多学者的研究表明财务灵活性确实会影响公司的资本结构决策。DeAngelo 和 DeAngelo（2007）<sup>[2]</sup>一文中甚至提出，财务灵活性观点的引入是连接传统的权衡理论和优序融资理论的桥梁。本文中提出财务灵活性的观点并不是要否定权衡理论和优序融资理论等主要理论在资本结构问题上的解释能力，而是试图弥补传统的资本结构理论未考虑到的因素，以期能更好地解释公司的资本融资行为。

本文基于现有的财务灵活性相关文献，采用我国上市公司的数据进行实证检验，考察在我国上市公司中，财务灵活性是否也会对公司的资本结构决策产生影响，并探讨其是如何影响公司在具体融资方式上的选择。对这些问题的解答，不仅可以帮助我们更加全面地理解实践中公司的资本结构决策行为，也充实和发展了资本结构理论。

## 二、研究思路与框架

本文在已有文献的基础上，通过以现金的边际价值来衡量财务灵活性的边际价值，应用 Tobit 模型来考察财务灵活性的边际价值对公司资本结构决策的影响，并对公司在具体采用负债融资和权益融资的选择上进行分析。在引言部分，也即本节主要提出研究的动机和意义，并介绍本文的研究思路和创新之处。除引言外，本文共分为四个部分，具体为：

第一部分是文献回顾，包括介绍和梳理现有的资本结构理论、资本结构理论在实证检验中所面临的问题和挑战以及有关财务灵活性的相关国内国外研究综述；

第二部分是研究设计，包括理论分析与提出研究假设、具体研究步骤、样本

第三部分为实证检验，包括财务灵活性对公司资本结构决策影响的检验，是否会举借过渡性负债以及发行权益融资的检验。首先将财务灵活性边际价值变量引入到预测公司资本结构的模型中，并采用 Tobit 模型对其进行回归得出影响系数及显著性，然后采用 Logistic 模型来预测财务灵活性边际价值对公司举借过渡性负债以及发行权益融资概率的影响。

第四部分为本文的结论，得出本文的研究结论，并指出研究中存在的一些不足之处，并提出未来可能的研究方向。

### 三、本文的创新与贡献

本文的创新与贡献主要包括：（1）将实务中得到的调查结果与理论相结合，并采用我国的数据进行实证检验，试图探索在我国上市公司中是否也存在着影响资本结构却又被现有理论所遗漏的变量；（2）对财务灵活性与公司资本结构之间关系的研究还处于起步阶段，在我国相关的研究则更少，而现有的我国有关财务灵活性的研究大多处于定性描述阶段，并没有对财务灵活性的价值进行有效的衡量，而本文中采用现金的边际价值作为财务灵活性边际价值的替代变量，更好地刻画和衡量了财务灵活性对公司资本结构决策的影响，能够给予更加直观的理解。

## 第一章 文献回顾

### 第一节 资本结构理论概述

自从 1958 年 Modigliani 和 Miller<sup>[3]</sup>提出无税的资本结构理论(MM 理论)后,学术界开始掀起了研究公司资本结构影响因素的热潮,并通过不断放松 MM 理论的各种假设,发展了各种资本结构理论。到目前为止,学术界较为流行的资本结构理论主要包括权衡理论、优序融资理论、动态权衡理论、市场择机理论、惰性理论等。本节主要是简单概括各种理论的基本观点。

#### 一、静态权衡理论

Modigliani 和 Miller<sup>[3]</sup>在 1958 年提出无税的 MM 理论后,在 1963 年考虑了负债的税收收益的影响。由于负债的利息在税前支付,具有抵税效应,那么当公司的负债率达到 100%时,公司的价值将会达到最大。但是负债率的上升会增加公司的破产风险,公司应权衡负债的抵税收益和破产成本,确定出目标资本结构,从而就产生了最基本的权衡理论。

Jensen 和 Meckling (1976)<sup>[4]</sup>基于代理理论进一步发展了权衡理论,他们认为,除了考虑以上的抵税收益和破产成本外,债务的引入还存在着代理成本。代理成本分为权益融资代理成本和债务融资代理成本。当经理人持有公司的股份小于 100%时,其努力工作所带来的收益归其他股东所有,而成本则由他们自己承担;但是若经理进行在职消费,其享受由此带来的收益而与其他股东共同承担成本,这样就产生了权益融资代理成本。在经理人的投资不变的情况下,增加负债会增加经理人的持股比例,就会减少经理人的在职消费,同时负债利息的支出需要自由现金流的保证,也限制了经理人对现金流的随意支配,因此通过负债融资可以降低权益代理成本。另一方面,由于增加负债会使得股东倾向于做出侵害债权人利益的决策,又产生了债务融资代理成本。具体来说,若一项投资能产生高于负债账面价值的回报,则股东会获得大部分的收益,但是当投资亏损时,风险则是由债权人来承担。这会促使股东在进行投资决策时,往往选择那些风险较大的项目。债权人由于能够预期到股东的这种行为,会要求给予债务融资更高的回报,结果股东承担了较高的债务资本成本,产生资产替代效应。Myers(1977)<sup>[5]</sup>提出还

应考虑债务融资带来的投资不足问题。当公司濒临破产时,即使存在净现值为正的投资项目,股东也不会进行投资,这是因为股东的投入换回的是对债权人的补偿。当公司濒临破产时,投资项目获得的净现值必须先用来保障对债权人的偿还,股东并不能从中获得多少收益,此时股东就不愿意进行投资,而做出损害公司价值的决策,这一成本也是应当由股东承担的。考虑了代理成本以后,公司应该在抵税收益,破产成本以及各种代理成本中权衡得出公司的最优的目标资本结构。

## 二、优序融资理论

优序融资理论是在 Myers(1984)<sup>[6]</sup>、Myers 和 Majluf(1984)<sup>[7]</sup>这两篇文章中提出来的。与权衡理论不同,该理论认为,公司不存在着一个恒定的目标资本结构,而是在内部存在着最优的融资次序。为了避免信息不对称带来的逆向选择成本,公司会选择留存收益作为融资的首选,其次是债务融资,最后才是股权融资。优序融资理论是从信息不对称的角度出发分析公司的融资行为。该理论认为资本市场是不完善的,经理人员是保护现有股东利益的,公司内部人员比外部投资者拥有更多的公司信息。由于外部投资者并没有充足的信息去判断公司的真实价值,公司发行的股票可能会被市场错误估价。当公司需要通过股权为新的项目筹资时,其股价可能会被市场低估,从而造成新股东会获得大于项目净现值的收益,而原有股东则承受净损失。这种情形下,即使存在正的净现值,为维护现有股东的利益,公司不会执行该项目。但是如果公司不通过股权融资,而是采用信息不对称程度较低的内部留存收益、负债融资则可以避免这个问题。因此,优序融资理论认为,公司在进行融资决策时,会优先考虑内部留存收益,其次是债务,最后才是股权。

## 三、动态资本结构理论

由于静态权衡理论与优序融资理论在实证检验方面并不能得到与理论预测相一致的结论,于是学者们开始考虑资本结构的动态性质,即公司的资本结构并不是在每一时期都处于最优值,而是在一定的时期内动态地调整其资本结构向目标值靠拢。Fischer,Heinkel 和 Zechner(1989)<sup>[8]</sup>率先将调整成本引入权衡理论的模型中。由于存在着调整成本,当公司的资本结构偏离其目标值时公司并不会迅速地进行调整,而是允许其在一定的范围内变动,只有当偏离最优目标值足够大,承担的成本已经超过调整成本时,公司才会调整其资本结构。此外,公司的最优目标资本结构也并非一直保持不变,而是会随着时间、条件以及对公司预期未来

投资需求的变化而改变。因此公司对目标资本结构的调整还应考虑目标值的调整以及调整成本的大小。

根据假设条件的不同,动态资本结构理论可以分为不同的模型,其中 Fischer,Heinkel 和 Zechner(1989)<sup>[8]</sup>以及 Goldstein, Ju 和 Leland(2001)<sup>[9]</sup>提出了投资外生情况下的动态权衡模型, Brennan 和 Schwartz(1984)<sup>[10]</sup>、Titman 和 Tsyplakov(2007)<sup>[11]</sup>则分析了投资内生情况下的动态权衡模型。这些模型的提出丰富和发展了动态资本结构理论。

除了以上的理论外,还有学者提出了市场择机理论和惰性理论。

市场择机理论,首先是由 Baker 和 Wurgler(2002)<sup>[12]</sup>提出。其认为决定公司资本结构的首要因素是债务和权益融资工具的相对错误定价程度。市场择机理论是基于人们的心理角度出发考虑的公司融资行为,公司并不注重应该用债务融资还是用权益融资,它们仅仅是选择在需要融资时点上,被市场认为更有价值的筹资工具。因此,管理层会选择在公司股价被市场过分高估时发行股票,而在股价被市场过分低估时转而依靠债务筹资,甚至可能回购公司股票。公司现有的资本结构是过去市场择机的累计结果。Baker 和 Wurgler(2002)<sup>[12]</sup>使用公司过去加权平均的 M/B 比率作为市场择机的度量指标验证了公司存在市场择机行为,即在市场表现好的时候会有大量的公司选择股权融资,而在利率水平比较低的时候转而采用债务融资。对于市场择机理论的实证研究,结果也并非是一致的。Alti(2006)<sup>[13]</sup>认为,以发行股票的次数来研究市场择机理论,市场的择机效果往往在两年后就会消失。

惰性理论是由 Welch (2004)<sup>[14]</sup>提出的,他认为当公司的股票价格变化而引起资产负债率发生了自发的变化后,公司并没有及时地进行发行或者回购股票、负债等反向操作来抵消该影响。当考察 1 到 5 年的变化后发现股票的价格能够解释公司负债率 40%的动态变化,并且其他传统理论上的变量的解释能力发生了显著的下降。

## 第二节 资本结构理论所面临的挑战

虽然学者们都在不断探索影响公司资本结构决策的各种主要因素,以期构建

一个完整的资本结构理论框架来解释各种现象,但是实证研究表明任何一个理论都无法完全覆盖所有的市场融资行为。在一个新的理论提出后,总会出现其他一些异象是该理论所无法解释的。本节主要对现存的主要资本结构理论在实证方面遇到的挑战进行简单的归纳总结。

## 一、国外文献综述

静态权衡理论认为,公司在综合权衡负债的各项收益与成本后确定一个目标资本结构,并且当公司实际杠杆偏离该目标值时,会迅速地调整到该目标值。那么实证检验的核心在于,公司是否存在一个目标杠杆?当公司偏离了目标资本结构后,能否迅速地回归到该目标?虽然许多研究表明,公司确实存在目标资本结构,且当公司偏离其目标值时,有向目标回复的趋势,但是仍然存在一些权衡理论无法解释的现象。Hovakimian et al (2002)<sup>[15]</sup>认为,当公司的实际负债率要低于目标值时,会通过举债来提高其资本结构;当公司的实际负债率要高于目标值时,则会通过偿还负债来降低其资本结构,这是验证权衡理论的有力证据,但是研究还发现,在这个调整的过程中,实际负债率高于其目标值时的调整速度和幅度都会明显大于低于目标值的情形,这是权衡理论无法解释的。Baker 和 Wurgler (2002)<sup>[12]</sup>, Fama 和 French (2005)<sup>[16]</sup>及 Welch (2004)<sup>[14]</sup>的研究发现当公司的股票价格上升时,公司更倾向于发行股票。这是与权衡理论相悖的。由于股票价格上升,公司的负债率由于外生的力量而降低,按照权衡理论的观点,公司应该发行债务而不是股票来回复至其目标值,但是实证显示,公司在此时选择发行权益使得负债率更进一步降低。Myers(1993)<sup>[17]</sup>的研究首先发现,公司的盈利能力与负债水平呈现负相关关系,而这与权衡理论的预测恰好相反。此后的研究又不断验证了这一负相关关系,也引起了学者们对权衡理论解释能力的怀疑。此外,权衡理论预测公司在偏离目标资本结构后,会不断向目标值回复,但是 Hovakimian(2004)<sup>[18]</sup>的研究却发现并不是所有的调整都会朝着理论所预测的方向进行,反而存在许多进一步偏离目标值的实例。即使确实存在回复目标值的情况,Leary 和 Roberts (2005)<sup>[19]</sup>、Flannery 和 Rangan (2006)<sup>[20]</sup>、Fama 和 French (2002)<sup>[21]</sup>以及 Kayhan 和 Titman (2007)<sup>[22]</sup>等的文章都发现这个调整速度似乎太慢,由于存在较大的调整成本,公司往往不能像理论所预测的那样立即调整到目标资本结构。Sufi (2009)<sup>[23]</sup>对那些存在许多未使用举债能力的公司进行分析,发现这些公司的实际负债率都低于目标负债率,而由于存在未使用的举债能

力,调整成本理应是比较低的,公司可以通过举债来向目标值靠拢并降低融资成本,但是实证显示,公司并未做出相应调整,与权衡理论的预测并不相符。

优序融资理论基于信息不对称原理对公司的融资政策提供了一个最优次序。公司进行融资时,应先选择不存在信息不对称问题的留存收益,其次是信息不对称问题较弱的负债,最后才是信息不对称最严重的权益。而 Frank 和 Goyal(2003)<sup>[24]</sup>运用美国 1971 至 1998 年的上市公司数据重新检验了优序融资理论,发现信息不对称程度最为严重的小公司反而较多的通过发行权益进行融资,而大公司能较好地符合优序融资理论的融资顺序。Fama 和 French (2005)<sup>[16]</sup>也指出,权益融资在美国是非常常见的,而且即使这些公司拥有较低的负债率和较多的财务盈余,也会发行权益。这就违背了优序融资理论对于权益是公司最后的融资工具的预测。

虽然动态资本结构理论能够较好地解释以上两种理论所不能解释的一些现象,促进了资本结构理论的发展,但是同时也存在其他研究认为动态理论并不能真正辨别公司融资行为的动因。Hovakimian, Opler 和 Titman (2001)<sup>[25]</sup>、Fama 和 French (2002)<sup>[21]</sup>、Leary 和 Roberts (2005)<sup>[19]</sup>等都揭示了动态资本结构理论存在的一个显著问题,即公司并不经常调整其资本结构,且其回归目标资本结构的速度相当慢。Lemmon, Roberts 和 Zender (2008)<sup>[26]</sup>表明公司有一个长期的目标负债率,但是这个目标值是由并不随时间变化的公司特征变量决定的,这与动态资本结构的目标负债率是随时间而变化的观点不一致。此外,Harford, Klasa 和 Walcott (2009)<sup>[27]</sup>的研究也显示当公司为大的并购融资从而偏离了目标负债率时,其需要五年的时间才能回归到长期的目标负债率。

市场择机理论在一定程度上能解释上市公司的融资行为。但是学者们对于市场择机的度量指标以及市场择机对资本结构作用的持续性都持有异议。Baker 和 Wurgler(2002)<sup>[12]</sup>一文中使用公司过去加权平均的 M/B 比率作为市场择机的度量指标。但是 Kayhan 和 Titman(2007)<sup>[22]</sup>认为加权平均的 M/B 比率不仅仅包括市场错误定价的信息,也包含了公司未来增长潜力的信息。这样得出来的结论会有不同的理论解释。Kayhan 和 Titman(2007)<sup>[22]</sup>、Alti(2006)<sup>[13]</sup>提出市场择机对资本结构影响的持续性不具有持续性,杠杆的偏离很快就会逆转。

## 二、国内文献综述

将以上资本结构理论应用于中国的资本市场时,同样会发现这些理论并不能



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库